

# СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2023–2025



## **СЪДЪРЖАНИЕ**

<b>1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания.....</b>	<b>4</b>
<b>2. Държавен и държавногарантиран дълг .....</b>	<b>8</b>
2.1 Държавен дълг .....	8
2.2 Държавногарантиран дълг .....	10
<b>3. Икономически перспективи за периода 2023–2025 г. ....</b>	<b>12</b>
3.1 Развитие на националната икономика през 2022 г. ....	12
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2023 –2025 г. ....	13
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза .....	14
<b>4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг за периода 2023 – 2025 г.....</b>	<b>16</b>
4.1.1 Риск от рефинансиране.....	17
4.1.2 Пазарен риск.....	19
4.1.3 Ликвиден риск .....	20
4.1.4 Риск, свързан с размера на дълга .....	20
4.1.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	21
4.1.6 Оперативен риск.....	22
<b>5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....</b>	<b>23</b>
5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг .....	23
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на държавния бюджет .....	25
5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК.....	27
<b>Абревиатури и речник.....</b>	<b>30</b>

**У**правлението на държавния дълг е цялостният процес, чиято координация се осъществява чрез създаване и изпълнение на стратегия за управление на държавния дълг. Стратегическият документ определя подхода за постигане на целите, насочени към удовлетворяване на потребностите от дългово финансиране, при отчитане влиянието и ограничителните условия на външната и вътрешната макроикономическа среда и потенциалните рискове.

Предложената Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2023–2025 г. е изготвена при използване на добри международни практики и съгласно разпоредбите на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77а от Закона за публичните финанси. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг. ■

## 1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ НА ДЪЛГОВОТО УПРАВЛЕНИЕ – ОСНОВНИ ДОПУСКАНИЯ<sup>1</sup>

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2023 – 2025 г. е изготвена при отчитане на показателите по изпълнението на държавния бюджет за 2022 г. и текущо към края на м. май 2023 г., както и на база допусканията, при които са разработени новият законопроект за държавния бюджет за 2023 г. и проекта на актуализираната СБП за периода 2023 – 2025 г. от м. юни т.г., като са взети предвид основните индикатори от пролетната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г.

Политиката на правителството за управление на държавния дълг за периода 2023-2025 г. ще бъде насочена към осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв. Предприеманите мерки от централните банки на водещите икономики за ускоряване на процеса за затягане на паричната политика и покачване на основните лихвени проценти, спадът в икономическата активност и низходящите очаквания за нейното развитие, ще са ключовите фактори, определящи от една страна цената на дълговото финансиране и от друга рисковете, съпътстващи неговото осигуряване. Отчитайки тези условия, основните предизвикателства и цели на дълговото управление ще бъдат съсредоточени в посока обезпечаване на възможности за пазарно-ориентирано финансиране както на местния, така и на международните капиталови пазари, при спазване на нормативно регламентирани годишни дългови ограничения.

Съгласно разпоредбите на Закона за прилагане на разпоредби на Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г., Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2022 г. и Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса за 2022 г. и неговото изменение от м. юни т.г., както и на база на уредбата на чл. 87, ал. 2 от Закона за публичните финанси, Министерският съвет може да поема държавен дълг единствено за рефинансиране на дълга в обращение до размера на годишните погашения по държавния дълг, поет до началото на 2023 г. Предвид законовата разпоредба новият дълг, който може да бъде поет до приемане на Закона за държавния бюджет на Република България за 2023 г., се равнява на общия размер на погашенията по държавния дълг за 2023 г. от 3,0 млрд. лв. Във връзка с падежа

---

<sup>1</sup> Поради закръгление в млн. лв. някои сумарни позиции не се изчерпват от съставните им числа.

през м. март 2023 г. на седем годишни еврооблигации пласирани през 2016 г. по средносрочната програма за емитиране на дълг на МКП, на 17.01.2023 г. е емитирана емисия 10-годишни еврооблигации с номинален обем от 1,5 млрд. евро (2,9 млрд. лв.), с което възможността за поемане на нов държавен дълг до приемането на Закона за държавния бюджет на Република България за 2023 г. бе изчерпана.

С проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г. се предвижда максималният размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината да е в общ размер до 7,5 млрд. лв., включително вече поетият нов държавен дълг от 2,9 млрд. лв. чрез емисия еврооблигации, пласирани на МКП през м. януари т.г. Предвидено е остатъкът от около 4,6 млрд. лв. да бъде обезпечен чрез търгуеми инструменти, както на вътрешния, така и на външните пазари в периода от влизане в сила на Закона за държавния бюджет за 2023 г. до края на календарната година.

Обстоятелството, свързано с факта, че от началото на годината няма приет годишен Закон за държавния бюджет за 2023 г. от Народно събрание, игнорира ключовата необходимост от равномерно интерполиране и съответно реализиране на дълговото финансиране през календарната година. Планираният обем нов държавен дълг през 2023 г. за покриване основно на прогнозния бюджетен дефицит е концентриран през второто полугодие на годината, което ограничава времевия хоризонт за неговото набавяне и поражда потенциален риск за увеличаване на цената на финансиране.

Пред реализирането на дълговото финансиране са налице редица рискове, породени от волатилността на финансовите пазари, геополитическата обстановка, развитието на инфлационните процеси и затягането на паричната политика от централните банки на водещите икономики. Тези външни фактори, които емитентът не би могъл да управлява, се отразяват и на вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен капацитет, ликвидност и пазарни участници. Не на последно място по важност следва да се има предвид, че преобладаващият дял на пазарните източници за дългово финансиране предполага привнасяне на всички външни рискове при изпълнението на държавния бюджет в частта за финансиране на планирания дефицит както за 2023 г., така и за целия тригодишен период визиран в АСБП.

За периода 2024–2025 г. се планира да бъде осигурено дългово финансиране както следва: за 2024 г. в размер на 12,6 млрд. лв. и за 2025 г. в размер на 13,6 млрд. лв. За същия период дългът в обращение, който следва да бъде рефинансиран през всяка от годините, възлиза на общ размер на 3,5 млрд. лв. през

2024 г. (в т.ч. 3,1 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг) и 3,6 млрд. лв. през 2025 г. (в т.ч. 0,3 млрд. лв. по външния държавен дълг и 3,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг). Оставащата част от предвиденото дългово финансиране се обосновава основно от необходимостта за финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв.

**Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри**

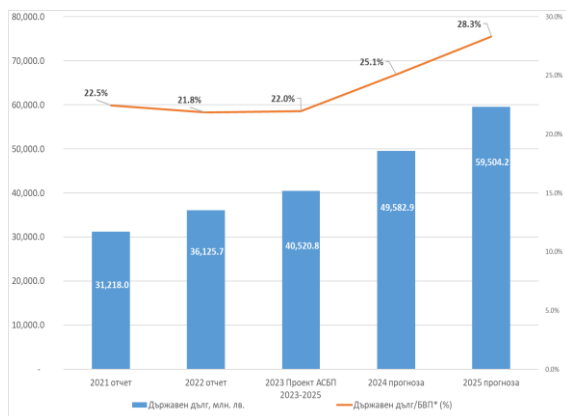
Показател	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025
	отчет	отчет	Проект АСБП 2023-2025	прогноза	прогноза
<b>Държавен дълг</b>					
Държавен дълг, млн. лв.	31,218.0	36,125.7	40,520.8	49,582.9	59,504.2
Държавен дълг/БВП (%)	22.5%	21.8%	22.0%	25.1%	28.3%
<b>Държавногарантиран дълг</b>					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1,938.9	1,700.9	3,294.6	3,033.7	2,683.3
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1.4%	1.0%	1.8%	1.5%	1.3%
<b>Дълг на сектор "Държавно управление"</b>					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв.	33,274.5	37,847.7	42,863.1	51,746.9	61,243.7
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП (%)	23.9%	22.9%	23.2%	26.2%	29.1%
<b>Разходи за обслужване на държавния дълг</b>					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв.	590.8	593.6	784.1	1,100.1	1,723.2
Лихвени разходи по дълга/БВП (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
БВП*, млн. лв.	139,012.3	165,383.6	184,485.9	197,565.7	210,189.9

\* БВП за 2021 г. и за 2022 г. по данни на НСИ, за периода 2023-2025 г. – съгласно пролетна макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г.

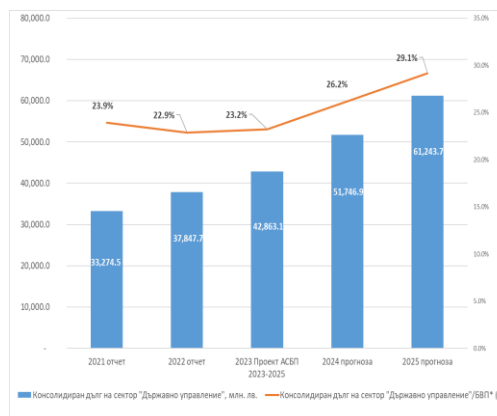
Източник: МФ

Въз основа на горните допускания през периода 2023-2025 г. се наблюдава ясно изразена тенденция за нарастване на държавния дълг както в абсолютна стойност през всяка една от годините, така и като дял от БВП. Предвижда се нивото му в номинално изражение да достигне до 59,5 млрд. лв. към края на 2025 г., а съотношението на държавния дълг към прогнозния БВП съответно до 28,3%.

**Фиг. 1: Размер на държавния дълг и дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2021 – 2025 г.**



Източник: МФ



Източник: МФ

За целия тригодишен период се очаква в лихвената и във валутната структура на държавния дълг доминантен да се запази делът на дълга с фиксиран лихвен процент и този, деноминиран в евро и лева. В края на периода около 99,9% или почти цялото дългово портфолио да бъде съставено от задължения с фиксирани лихвени проценти, и в евро и в лева.

Очакваното нарастване на държавния дълг в комбинация с продължаващия цикъл на покачване на основните лихвени проценти от водещите централни банки са сред основните фактори, които обуславят и динамиката на лихвените разходи за обслужването на държавния дълг в средносрочен хоризонт. През периода 2023 - 2025 г. разходите за лихви се предвижда да се увеличават и да достигнат съответно до 784,1 млн. лв. или 0,4% от прогнозния БВП за 2023 г., 1 100,1 млн. лв. или 0,6% от прогнозния БВП за 2024 г. и 1 723,2 млн. лв. или 0,8% от прогнозния БВП за 2025 г.

При допускания за издаване на планираните в проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г. държавни гаранции в максимален размер 1 814 млн. лв. и усвояване на заемите в пълен размер през 2023 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от 3,3 млрд. лв. или 1,8% от БВП, като в следващите години се предвижда плавно да намалява, достигайки 3,0 млрд. лв. или около 1,5% от прогнозния БВП през 2024 г. и 2,7 млрд. лв. или около 1,3% от прогнозния БВП в края на 2025 г.

В тригодишна перспектива се очаква консолидираният дълг на сектор „Държавно управление“<sup>2</sup> да достигне до 42,9 млрд. лв. (23,2 % от прогнозния БВП) в края на 2023 г., 51,7 млрд. лв. (26,2% от прогнозния БВП) в края на 2024 г. и 61,2 млрд. лв. (29,1% от прогнозния БВП) в края на 2025 г.

Независимо, че предварителните стойности за изменение на параметъра дълг/БВП се планира да се запазят под пределната горна граница на дълговото правило от 60 % от БВП, през периода се очертават редица рискове пред управлението на суверенните задължения, които е необходимо да бъдат взети под внимание. Идентифицирани са потенциални уязвимости и рискове, които най-общо могат да възникнат в резултат на ускорения темп на нарастване на дълга в абсолютна стойност, вкл. необходимостта от обезпечаване на големи обеми ново дългово финансиране, които следва да бъдат осигурени на пазарен принцип, в съчетание с очакванията за по-високи разходи за финансиране и променящите се условия на пазарите на държавен дълг, профилът на дълга в обращение, основно формиран от секюритизиран дълг и преобладаващ дял на външни дългови задължения, планираният ръст на лихвените разходи и пр. ■

---

<sup>2</sup> Дългът на сектор „Държавно управление“ се състои от дълга на подсектор „Централно управление“ (преобладаваща част от него заема държавният дълг), подсектор „Местно управление“ и подсектор „Социалноосигурителни фондове“, при спазване на принципа на консолидация (елиминирание на онези задължения, чиито съответстващи финансови активи са притежание на институционални единици от сектор „Държавно управление“).

## 2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ<sup>3</sup>

### 2.1 Държавен дълг

Номиналният размер на държавния дълг към края на 2022 г. възлиза на 36,1 млрд. лв. (21,8% от БВП), при максимално допустим размер съгласно ЗДБРБ за 2022 г.<sup>4</sup> от 38,5 млрд. лв. В номинално изражение дългът нараства с 4,9 млрд. лв. в сравнение с отчетеното в края на 2021 г. ниво от 31,2 млрд. лв. (22,5% от БВП), вследствие на поемането на нов държавен дълг от 7,9 млрд. лв. и извършени погашения по падежиращия през годината държавен дълг в размер на 3,0 млрд. лв. (от които 2,7 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг).

През 2022 г., в рамките на ограничението в Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г. за поемане на нов държавен дълг до 10,3 млрд. лв., новото дългово финансиране е в общ размер на 7,9 млрд. лв. или изпълнението на максимално допустимия размер за новопоеет дълг е 77%. На вътрешния и на международните капиталови пазари са пласирани ДЦК в общ обем от 7,0 млрд. лв. (2,6 млрд. лв. вътрешен държавен дълг и 4,4 млрд. лв. външен държавен дълг) и са усвоени средства в размер на 899,7 млн. лв. (460,0 млн. евро) по държавен заем по линия на Европейския инструмент за временна подкрепа с цел смекчаване на рисковете от безработица при извънредни обстоятелства (SURE) вследствие на COVID-19 (15-годишен транс).

На вътрешния пазар е осигурено финансиране чрез емисии ДЦК с общ номинален обем от 2,6 млрд. лв., разпределен, както следва: 1,3 млрд. лв. – новоемитиран обем от емисия на 3,5-годишни ДЦК от 2021 г. с падеж 17.05.2025 г.; 0,3 млрд. лв. – нова емисия на 5,5-годишни ДЦК от 2022 г. с падеж 28.03.2028 г.; 0,5 млрд. лв. – новоемитиран обем от емисия на 7,5-годишни ДЦК от 2021 г. с падеж 24.05.2029 г. и 0,5 млрд. лв. – новоемитиран обем от емисия на 10,5-годишни от 2016 г. с падеж 27.07.2026 г. За реализираните обеми е постигната среднопретеглена доходност от 2,02 %, при среден коефициент на покритие от 1,38.

Възползвайки се от моментните благоприятни пазарни условия, на 15 септември 2022 г. България пласира по линия на Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN програма) еврооблигации с общ номинален обем от 2,25 млрд. евро (4,4 млрд. лв.) в два трансша, както следва: 1,5 млрд. евро със срочност от 7 години и 750 млн. евро със срочност от 12 години. 7-годишният транс е с лихвен купон в размер на 4,125% и доходност от 4,346%, а 12-годишният транс е с лихвен купон в размер на 4,625% и доходност от 4,823%.

<sup>3</sup> Поради закръгление в млн. лв. някои сумарни позиции не се изчерпват от съставните им числа.

<sup>4</sup> Обн., ДВ, бр. 18 от 4.03.2022 г., в сила от 1.01.2022 г., изм. и доп., бр. 52 от 5.07.2022 г., в сила от 1.07.2022 г.

В структурата на държавния дълг към 31.12.2022 г. относителният дял на вътрешния държавен дълг възлиза на 30,4%, а на външния държавен дълг – 69,6%, при 27,7% и 72,3% през 2021 г.

Вследствие от извършените през годината операции по дълга, средният остатъчен срок на държавния дълг в края на 2022 г. намалява до 7 г. и 11 месеца спрямо 8 г. и 2 месеца към края на 2021 г.

През 2022 г. не настъпват съществени изменения във валутната и лихвената структура на държавния дълг в сравнение с предходната година. Към края на годината се запазва преобладаващият дял на дълга в лева и в евро (с общ съвкупен дял от 99,8%) и на този с фиксирани лихвени проценти (с дял от 99,2%). Частта на задълженията в други валути остава непроменена спрямо 2021 г. – 0,2%, а на тези с плаващи лихви намалява до 0,8% в края на 2022 г. (1,3% през 2021 г.)

В матуритетната структура на дълга (по остатъчен срок) към края на 2022 г. се запазва доминантната позиция на дълга със сročност от 1 г. до 5 г. – 32,7% (33,6% през 2021 г.), следван от сегмента от 5 г. до 10 г. с дял от 32,1% (33,1% в края 2021 г.). В сравнение с предходната година делът на дълга с остатъчен матуритет до 1 година намалява до 7,7% в края на 2022 г. (8,9% през 2021 г.). Противоположна е тенденцията при дълга с остатъчен срок над 10 години, който нараства от 24,5% до 27,5%.

На основание на разпоредбите на чл. 4 от Закона за прилагане на разпоредби на Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г., Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2022 г. и Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса за 2022 г. (изменен и допълнен през юни 2023 г.), и съобразно чл. 87, ал. 2 от ЗПФ, на 17.01.2023 г. Република България в рамките на GMTN програмата емитира на международните капиталови пазари нова емисия 10-годишни еврооблигации с номинален обем от 1,5 млрд. евро (2,9 млрд. лв.) и годишен лихвен купон от 4,5%, с което възможностите за поемане на нов държавен дълг до приемането на ЗДБРБ за 2023 г. бяха изчерпани. Средствата от пласираната емисия еврооблигации са използвани за изплащане на 21 март т.г. на 1 144 млн. евро номинална стойност (2,237 млрд. лв.) в полза на държателите на седемгодишни еврооблигации на Република България, които са част от емитираните през м. март 2016 г. на международните капиталови пазари два транша (седем и дванадесет годишни облигации) по средносрочната програма за емитиране на дълг на външните пазари.

Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг

Показатели	31.12.2021 г.	31.12.2022 г.	31.05.2023 г.
	отчет	отчет	отчет
<b>Общо държавен дълг, млн. лв.</b>	<b>31,218.0</b>	<b>36,125.7</b>	<b>36,717.0</b>
БВП, млн. лв.	139,012.3	165,383.6	184,485.9
<b>Общо държавен дълг /БВП, (%)</b>	<b>22.5%</b>	<b>21.8%</b>	<b>19.9%</b>
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	8,637.1	10,965.4	10,965.4
Външен държавен дълг, млн. лв.	22,580.9	25,160.3	25,751.6
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	27.7%	30.4%	29.9%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	72.3%	69.6%	70.1%
<b>Лихвена структура на държавния дълг</b>			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	30,810.7	35,820.5	36,457.0
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	407.3	305.2	260.0
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	98.7%	99.2%	99.3%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	1.3%	0.8%	0.7%
<b>Валутна структура на държавния дълг</b>			
Дълг в EUR, млн. лв.	22,966.1	25,560.2	26,154.9
Дълг в BGN, млн. лв.	8,179.3	10,507.5	10,507.5
Дълг в USD, млн. лв.	-	-	-
Дълг в други валути, млн. лв.	72.6	57.9	54.6
Дълг в EUR (%)	73.6%	70.8%	71.2%
Дълг в BGN (%)	26.2%	29.1%	28.6%
Дълг в USD (%)	0.0%	0.0%	0.0%
Дълг в други валути (%)	0.2%	0.2%	0.1%
<b>Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)</b>			
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	2,771.5	2,790.0	588.6
Дълг от 1 до 5 години включително, млн. лв.	10,476.3	11,814.4	13,722.5
Дълг от 5 до 10 години включително, млн. лв.	10,324.1	11,604.1	12,566.1
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	7,646.1	9,917.1	9,839.9
Дълг до 1 година включително (%)	8.9%	7.7%	1.6%
Дълг от 1 до 5 години включително (%)	33.6%	32.7%	37.4%
Дълг от 5 до 10 години включително (%)	33.1%	32.1%	34.2%
Дълг над 10 години включително (%)	24.5%	27.5%	26.8%
<b>Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)</b>	<b>8 г. и 2 м.</b>	<b>7 г. и 11 м.</b>	<b>8 г. и 1 м.</b>

Източник: МФ

## 2.2 Държавногарантиран дълг

Към края на 2022 г., в резултат на извършените усвоявания по държавногарантираните заеми и погашенията по тях, държавногарантираният дълг намалява до 1,7 млрд. лв. (1,0% от БВП) в сравнение с отчетеното в края на 2021 г. ниво от 1,9 млрд. лв. (1,4% от БВП).

По-голямата част от ДГД (около 96 %) се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени основно по линия на официални кредитори като МБВР, ЕИБ, ЕК, ЕБВР, БРСЕ, ЯАМС и др. Вътрешният ДГД се състои от държавни-

те гаранции, издадени по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, който към 31 декември 2022 г. заема дял от 4 % в общия размер на ДГД.

С промените в Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г. през юли и с предвидения спешен пакет от антикризисни мерки, насочени към намаляване на негативните последствия от увеличаващите се цени на горивата и енергоносителите, се очерта необходимостта от обезпечаване на възможността за издаване на държавни гаранции по заемно финансиране на две дружества от системата на енергетиката в общ размер на 532 млн. евро (в т.ч. за „Булгаргаз“ ЕАД в размер до левовата равностойност на 150 млн. евро и за „Булгартрансгаз“ ЕАД в общ размер до левовата равностойност на 382 млн. евро). Това рефлектира в увеличение на ограничението за максимален размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през годината, от 759,6 млн. лв. на 1 800,1 млн. лв.

Към 31.12.2022 г. няма издадени нови държавни гаранции по външно финансиране на проекти, като и средствата, предвидени в държавния бюджет за покриване на риска от активиране на гаранции, не са използвани.

През м. март 2023 г. на основание на разпоредбите на чл. 5 от Закона за прилагане на разпоредби на Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г., Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2022 г. и Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса за 2022 г. са издадени гаранции в размер на 40 млн. лв. по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, а през м. февруари 2023 г. Народното събрание ратифицира със закон (ДВ, бр. 14 от 2023 г.), Гаранционното споразумение между Република България („Гарант“) и ИНГ Банк Н.В. („ИНГ Банк“) във връзка с Договора за дългосрочен кредит в размер 49 071 661 евро, сключен между ИНГ Банк Н.В. и „Булгартрансгаз“ ЕАД през януари 2023 г. за финансиране на Проекта от общ интерес 6.8.3. Междусистемна газова връзка България – Сърбия.

**Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг**

Държавногарантиран дълг, млн. лв.	31.12.2021 г.	31.12.2022 г.	31.05.2023 г.
	отчет	отчет	отчет
Вътрешен държавногарантиран дълг	67.1	62.4	59.9
1. Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	67.1	62.4	59.9
Външен държавногарантиран дълг	1,871.8	1,638.5	1,659.2
1. МБВР /Световна банка/	586.7	557.4	557.4
2. ЕИБ	181.8	221.6	221.6
3. ЕБВР	586.7	440.1	440.1
4. Други (ЕВРАТОМ, ЯАМС, БРСЕ, ЕК и др.)	516.5	419.3	440.1
<b>Общ размер на държавногарантирания дълг</b>	<b>1,938.9</b>	<b>1,700.9</b>	<b>1,719.1</b>
<b>Държавногарантиран дълг/БВП (%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>

Източник: МФ

## 3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2023–2025 г.

### 3.1 Развитие на националната икономика през 2022 г. и в началото на 2023 г.

Динамиката на световната икономика през 2022 г. отразяваше продължаващото възстановяване след кризата, породена от пандемията от COVID-19, наред с новите шокове от войната на Руската федерация в Украйна и енергийните проблеми в Европа. За да овладеят инфлацията, водещите централни банки започнаха да провеждат по-рестриктивна парична политика и предприеха поредица от повишения на референтните лихвени проценти. Икономиката на Европейския съюз отчете високи растежи през първо и второ тримесечие на 2022 г., след което темповете се забавиха и годишното повишение достигна 3,5%. През първо тримесечие на 2023 г. растежът се понижи допълнително до 1,1%, при ясно изразен процес на дезинфлация.

През 2022 г. брутният вътрешен продукт на България нарасна с 3,4%, като с положителен принос за растежа бе вътрешното търсене. Растежът на частното потребление от 4,8% бе подкрепен от нарастването на реалния разполагаем доход на домакинствата, на заетостта и на потребителските кредити. В същото време инвестициите в основен капитал намаляха с 4,3%, като за този спад допринесоха както капиталовите разходи на правителството, така и слабата инвестиционна активност в частния сектор. Растежът на износа на стоки и услуги беше 8,3% и бе надминат от нарастването на вноса, което достигна 10,5%.

През първото тримесечие на 2023 г. растежът на БВП бе 2,1%, с положителен принос от нетния износ.

През 2022 г. търсенето на труд се повиши в повечето икономически сектори. Средногодишният брой на заетите нарасна с 1,3%, а коефициентът на безработица намаля до 4,3%. В условията на ускорено нарастване на потребителските цени в страната и високо търсене на труд, през 2022 г. компенсацията на един нает се повиши номинално с 18,4%. Развитието през годината се обуславяше от частния сектор на икономиката, в който номиналното нарастване на показателя напълно компенсирало инфлацията в страната. През първото тримесечие на текущата година, растежът на заетите се ускори до 1,8%, при коефициент на безработица от 4,5%. Компенсацията на един нает се повиши с 14% на годишна база.

Годишният темп на инфлация в страната следваше тенденция на ускорение до септември 2022 г., когато беше отчетена най-високата стойност от 15,6% на годишна база според ХИПЦ. От последното тримесечие на 2022 г. бе наблюдавано забавяне на инфлационните процеси в страната, като инфлацията в края на годината се понижи до 14,3%, а средногодишната ѝ стойност бе 13,0%.

Темпът на поскъпване на потребителските цени продължи да се забавя и през 2023 г. до 8,6% през май.

През 2022 г. дефицитът по текущата сметка се сви до 0,7% от БВП. Подобриеното бе движено от повишение на излишъка при статия услуги и свиване на общия дефицит на доходните статии. В периода януари-април 2023 г. текущата сметка бе почти балансирана, с излишък от 0,1% от прогнозния БВП. При салдата на услуги и доходните статии нямаше съществени изменения спрямо съответния период на 2022 г., докато при търговията със стоки бе отчетено свиване на дефицита, поради изпреварващ растеж на износа спрямо вноса.

Годишният растеж на кредита за частния сектор следваше тенденция на ускорение от началото на 2022 г. до края на август, когато темпът му се повиши до 13,9%. През останалите месеци от годината частният кредит забавяше нарастването си, след като лихвените проценти започнаха плавно да се повишават в резултат от започналия възходящ лихвен цикъл на ЕЦБ. В края на декември 2022 г. растежът на годишна база достигна 12,7%. Забавянето продължи и през 2023 г. и в края на април растежът се понижи до 11,9%.

### **3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2023 – 2025 г.**

През 2023 г. се очаква забавяне на растежа на БВП до 1,8%, което ще бъде по линия на потреблението, износа и изменението на запасите. Нарастването на частното потребление ще бъде подкрепено от растежа на реалния разполагаем доход, но ще се забави спрямо 2022 г. в синхрон с по-слабото нарастване на заетостта и на кредитите за домакинствата. Инвестициите в основен капитал ще нараснат. Растежът на износа ще се забави съществено поради по-слабото външно търсене. През 2024 г. растежът на БВП ще се ускори до 3,3%. Отслабването на инфлационния натиск ще доведе до по-високо нарастване на потреблението на домакинствата. Повишението на търсенето ще се отрази положително и на частната инвестиционната активност. През 2025 г. се очаква БВП да се повиши в реално изражение с 3,2%.

През 2023 г. се очаква броят на заетите лица да се повиши с 0,4% спрямо 2022 г., а средногодишният коефициент на безработица да намалее до 4,1%. Основният източник за по-нататъшно увеличение на заетостта през следващите години ще е привличането на лица извън работната сила обратно на пазара на труда. През 2024 г. се очаква известно ускоряване на ръста на заетите в страната, най-вече поради ускоряването на икономическия ръст. През 2025 г. ръстът на заетостта се очаква да се забави, най-вече поради изчерпване на възможностите за нейния екстензивен растеж. През 2023 г. динамиката на компенсацията на един нает се очаква да се забави до 11,5%, следвайки ограничаването на инфлацията, икономическата активност, заетостта, както и от по-ниския принос на публичния сектор. През 2024 г. номиналното нарастване на компенсацията на един нает е оценено на 10,6%. С очакваното продължаващо ограничаване на инфлацията, динамиката на доходите от труд ще се обуславя преди

всичко от ускоряването на растежа на реалната производителност, наетите лица, както и повишението на минималната работна заплата в страната, в съответствие с приетите нормативни промени за актуализация на показателя.

Инфлацията в края на 2023 г. се очаква да се понижи до 5,6%, а средногодишната да бъде 8,7%. В най-голяма степен очакваното забавяне ще се дължи на значително намаление на приносите на групите храни и енергийни стоки, като последните се очаква да имат лек спад в края на годината. През 2024 г. прогнозата е инфлацията да продължи да се забавя, като в края на годината ще достигне 3,2%, а средногодишната – 3,8%.

През прогнозния период 2023-2025 г. се очаква поддържане на устойчивата външна позиция на страната. През 2023 г. дефицитът по текущата сметка ще се запази около 0,7% от БВП. Номиналните темпове на растеж на износа и на вноса на стоки и услуги ще бъдат почти изравнени, като ще се забавят съществено спрямо 2022 г., поради очаквания спад на международните цени и ограничен растеж на търговията в количествено изражение. През 2024 г. се очаква увеличение на дефицита по текущата сметка до 1,7% от БВП. Вносът на стоки и услуги се очаква да нарасне по-бързо от износа, като динамиката ще се предопределя от търговията със стоки.

До края на 2023 г. растежът на кредита за частния сектор ще се забави, като това ще се случи едновременно при вземанията от предприятия и от домакинства. Влияние за това ще окажат забавянето на икономическия растеж, очакваното повишаване на лихвените проценти по кредитите в резултат на преноса на паричната политика на ЕЦБ, както и в по-малка степен на влизането в сила на по-високите нива на антицикличния капиталов буфер, определени от БНБ. Общо вземанията от неправителствения сектор ще нараснат с 9%. През 2024 г. вземанията от неправителствения сектор ще ускорят нарастването си до 9,3%, водени от по-висок растеж на вземанията от предприятия. Очаква се те да бъдат положително повлияни от изпълнението на НПВУ, както и от положителен ръст на частните инвестиции. В края на 2024 г. вземанията от предприятия ще нараснат със 7,9%. Вземанията от домакинства леко ще се забавят до 11,2%, като ще бъдат подкрепени от по-високия ръст на частното потребление.

### **3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза**

Геополитическата ситуация в глобален план продължава да се характеризира с висока степен на несигурност, което създава съществени рискове пред реализирането на макроикономическата прогноза.

Влязлата в сила забрана за внос на суров петрол от Русия в ЕС може да се отрази отрицателно върху износа на нефтопродукти от България за трети страни, макар страната ни към момента да се ползва с дерогация.

Влошаването на условията на финансиране може да окаже по-силен негативен ефект върху инвестициите от очаквания. Прогнозата е изготвена с допускане за

нулев принос на изменението на запасите през 2023 г., но е възможно да се наблюдава спад, което при равни други условия би свило допълнително растежа на БВП.

Рисковете по отношение на прогнозата за инфлацията се свързват главно с очакваната динамика на цените на международно търгуваните суровини и най-вече на енергийните стоки, както и повишението на разходите за труд в икономиката. Това би било предпоставка за по-висока инфлация от прогнозираната в средносрочен план.

В същото време има и редица рискове в положителна посока. През първото тримесечие на 2023 г. показателите за нагласите на икономическите агенти показаха съществено подобрене на оценките и очакванията за развитието в еврозоната и в други големи икономики.

През 2022 г., в среда на повишаваща се инфлация, потреблението на домакинствата бе устойчиво в България и ако тази тенденция продължи и през 2023 г., може да се наблюдава по-голямо нарастване на БВП. Освен това покупателната способност на домакинствата може да бъде по-висока при намаляване на инфлацията и в следствие на по-бавно пренасяне на по-високите лихвени проценти в еврозоната върху кредитите на домакинствата.

## 4. АНАЛИЗ НА РИСКОВЕТЕ, СВЪРЗАНИ СЪС СТРУКТУРАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2023 – 2025 г.

Влиянието на отделните рискове върху параметрите на държавния дълг е оценено чрез извършения анализ на риска. Очакваните ефекти са представени в табл. 4 по-долу и се основават на допусканията за ново дългово финансиране и условното му разпределение (като обеми, източници и параметри), предвидени в проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г. и АСБП за периода 2023 - 2025 г., подготвени от юни т.г., както и пролетната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г. Динамиката на наблюдаваните показатели е зависима главно от основните фискални параметри и показатели на рамката на държавния бюджет, както и влиянието на текущите макроикономически прогнози.

Основните източници на рискове за дълговия портфейл са дефинирани въз основа на очакванията за размера на държавния дълг, амортизационната му структура, лихвената и валутна композиция на дълга, както и от гл. т. на променящите се пазарни условия и интерес на пазарните участници към предлаганите дългови инструменти (вътрешни и международни).

**Табл. 4: Индикатори за оценка на риска**

Риск	Индикатор	2021 г. - отчет	2022 г. - отчет	2023 г. - проект	2024 г. - прогноза*	2025 г. - прогноза*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	8.9%	7.7%	8.2%	6.9%	4.2%
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	7.8	7.8	7.8	9.1	9.4
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	98,7% / 1,3%	99,2% / 0,8%	99,5% / 0,5%	99,7% / 0,3%	99,9% / 0,1%
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	7.8	7.8	7.8	9.1	9.4
	Продължителност (години) - Duration	7.7	7.0	6.8	7.5	7.5
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	72,3% / 27,7%	69,6% / 30,4%	68,6% / 31,4%	68,9% / 31,1%	73,7% / 26,3%
	Съотношение между дълга в рисково неутрални валути - лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99,8% / 0,2%	99,8% / 0,2%	99,8% / 0,2%	99,9% / 0,1%	99,9% / 0,1%
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	6.8%	6.0%	6.3%	5.9%	4.1%
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	23.9%	22.9%	23.2%	26.2%	29.1%
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	22.5%	21.8%	22.0%	25.1%	28.3%
Риск, свързан с условните задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг * и държавен дълг (%)	6.2%	4.7%	8.1%	6.1%	4.5%
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	1.4%	1.0%	1.8%	1.5%	1.3%
Оперативен риск	- изградена стабилна институционална структура за управление на държавния дълг, с ясно делегирани отговорности на персонала, която действа в рамките на Министерството на финансите;					
	- поддържане на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг - официален регистър за държавния и държавногарантирания дълг;					
	- провеждане на политика за намаляване на оперативния риск чрез прилагане и спазване на вътрешни стандарти и системи за контрол;					
	- подробно разписани правила и процедури за организация на дейността на структурното звено, отговорно за управление на държавния дълг.					

Източник: МФ

#### 4.1.1 Риск от рефинансиране

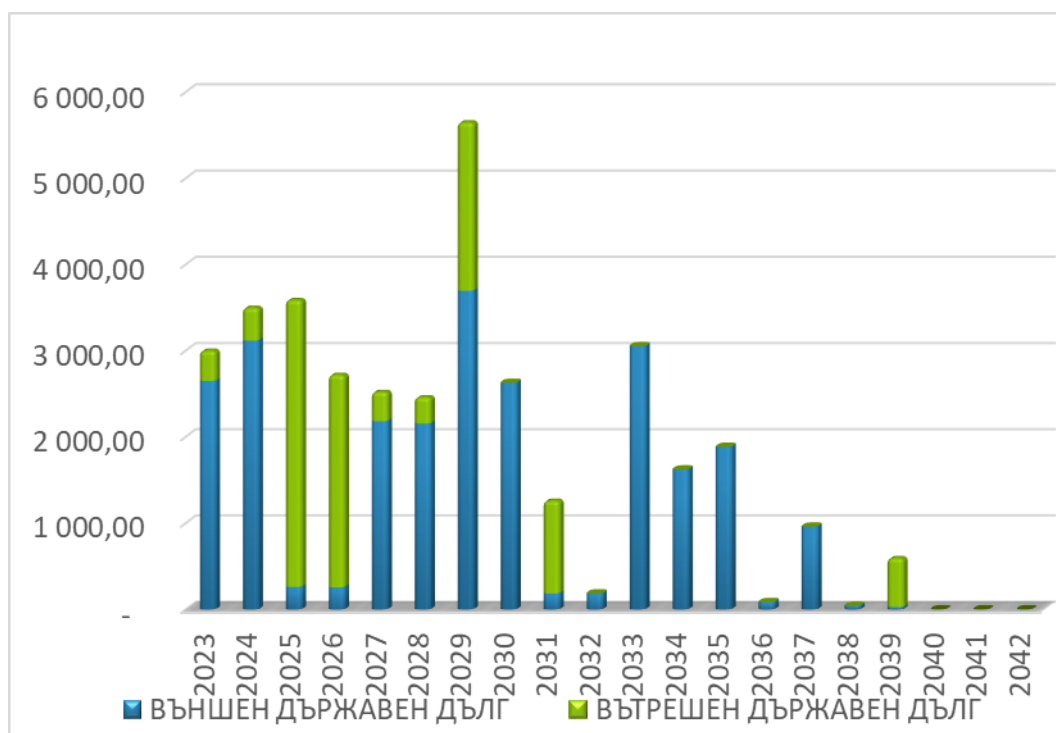
Рискът от рефинансиране се свързва основно с вероятността падежиращият се дълг или да не може да бъде рефинансиран, или това да е възможно при по-висока цена. Зависим е от обема на настъпващите плащания по дълга и тяхната концентрация за определен период.

Индикатори за оценка на риска:

- Погасителният профил на държавния дълг, поет към 31.05.2023 г., е представен на фиг. 2, по-долу. Размерът на падежиращия се дълг за периода 2023-2025 г. възлиза на около 3,0 млрд. лв. през 2023 г. (в т.ч. 2,7 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг), 3,5 млрд. лв. през 2024 г. (в т.ч. 3,1 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг) и 3,6 млрд. лв. през 2025 г. (в т.ч. 0,3 млрд. лв. по външния държавен дълг и 3,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг), като преобладаваща част от погашенията през тези години са по търгуеми инструменти (85% за 2023 г., 94% за 2024 г. и 93% за 2025 г.).

Планира се необходимото през този период пазарно ориентирано дългово финансиране да бъде реализирано чрез емитиране на държавни ценни книжа, както на местния дългов пазар, така и на международните капиталови пазари, при отчитане на съпътстващите рискове. Очакванията за последващи увеличения на основните лихви от централните банки (в частност ЕЦБ и ФЕД) през 2023 г., несигурността на финансовите пазари, развитието на инфлационните процеси в Европа и на геополитическата обстановка, предопределят развития за покачване на цената на дълговото финансиране и изместване фокуса на инвеститорското търсене в посока на по-краткосрочни книжа, което би довело до допълнителна концентрация на плащания в средносрочен аспект. Тези външни фактори се отразяват и на вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен мащаб, ликвидност и пазарни участници.

Фиг. 2: Погасителен профил на държавния дълг\*



\* По активния дълг (в млн. лв.), поет към 31 май 2023 г.

Източник: МФ

- Делът на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година към общия размер на държавния дълг в обращение през 2022 г. отбелязва ниво от 7,7%, а през периода 2023 - 2025 г. се очаква да възлезе на 8,2% в края на 2023 г., като в края на 2024 г. и в края на 2025 г. спада съответно до 6,9% и 4,2%.
- Средният период до матуритета (АТМ) е претеглена сума от амортизационните плащания и оставащото време до падеж. Стойността му е 7,8 години през 2022 г., като се очаква това ниво да се запази през 2023 г., а в следващите две години постепенно да се увеличи до 9,1 години в края на 2024 г. и 9,4 години в края на 2025 г.

Отчитайки характеристиката на дълговото портфолио към края на 2022 г. е важно да са отбележи, че основна част в него заема външният държавен дълг с дял от 69,6%, който се очаква да продължи да нараства до края на прогнозния период, достигайки от 68,6% в края на 2023 г. до 73,7% в края на 2025 г. Отнесен спрямо общия размер на дълга, частта на вътрешния държавен дълг е 30,4 % към 31.12.2022 г., която след лек ръст през 2023 г. до 31,4%, се очаква да спадне до ниво от 26,3% в края на периода.

Представена по видове инструменти, в структурата на държавния дълг доминантен дял заемат облигациите, емитирани на МКП и тези на вътрешния пазар - с общ съвкупен дял от около 85%, като тази структура се запазва през целия период 2023-2025 г. Държавните заеми, в т.ч. държавни инвестиционни заеми съставляват около 15% от държавния дълг.

### 4.1.2 Пазарен риск

Пазарният риск произтича от потенциални колебания в лихвените ставки и валутните курсове, като се определя от наличието в дълговия портфейл на инструменти, деноминирани във валути, различни от еврото и лева, и на такива с плаващи лихвени проценти. Оценявайки този вид риск, следва да се отчете и прякото му влияние върху цената на целия дългов портфейл.

Към 31.12.2022 г. в лихвената структура на държавния дълг доминантен дял заемат задълженията с фиксирани лихвени купони, които нарастват до 99,2%, като тази структура се запазва през целия разглеждан период 2023–2025 г. (99,5% в края на 2023 г., 99,7% в края на 2024 г. и 99,9% в края на 2025 г.).

По отношение на валутната композиция на дълга, евровият и левовият компоненти се предвижда да останат преобладаващи през целия анализиран период, заемайки общ съвкупен дял от 99,8% в края на 2022 г., а в края на периода делът им да се запази на ниво от 99,9%. Делът на дълга, деноминиран във валути различни от еврото и лева, представлява 0,2% в края на 2022 г., се планира да спадне до 0,1% в края на 2024 г., като това ниво се запазва до края на 2025 г.

При оценката на този риск следва да се вземе предвид, че нивото на регулаторните лихвени проценти в света се повишава и тази тенденция се очаква да продължи в рамките на 2023 г. От началото на 2022 г. до края на първото тримесечие на 2023 г. Федералният резерв на САЩ повиши лихвата по федералните фондове (federal funds rate) с 500 б.т. и към момента същата е в диапазона от 5,00% до 5,25%, а Европейската централна банка (ЕЦБ) за същия този период увеличи с 400 б. т. основните си лихвени проценти, като към момента стойността на основния лихвен процент по рефинансиране е 4,00%, а по депозитното улеснение 3,50%. По прогнози на Bloomberg се очаква в края на 2023 г. лихвените проценти по федералните фондове в САЩ да се установят на нива от 4,92% - 5,15%, а основният процент на рефинансиране и по депозитното улеснение в Еврозоната да нараснат съответно до 4,20% и 3,74%. В такава ситуация през 2023 г. се предвижда новопоетите дългове да бъдат обезпечени на значително по-високи лихвени нива, спрямо предходните години, което ще окаже ефект в следващите години както върху разходите за обслужване на задълженията, респективно увеличаване тежестта по обслужване на държавния дълг върху бюджета. При евентуално реализиране на текущата прогноза за траекторията на официалните лихвени проценти е възможно известно подобряване на условията за емитиране на нов секюритизиран дълг през 2024 г. и 2025 г.

През периода 2022-2025 г. стойността на индикатора „средно време за фиксиране на лихвените купони по дълга“ (Average time to refixing) се очаква да се увеличи до 9,4 години в края на 2025 г. (при 7,8 години в края на 2022 г. и 2023 г.).

### 4.1.3 Ликвиден риск

Ликвидният риск се асоциира с вероятността от възникването на затруднения за държавния бюджет при покриване на краткосрочните задължения на правителството. Концептуално този риск не би следвало да се разглежда изолирано, тъй като обикновено се проявява в комбинация с други видове рискове т. напр. с риска от рефинансиране. Сред факторите, които оказват влияние върху него през периода на действие на стратегията, са тези, свързани основно с очакваните монетарни действия на основните централни банки, равнището на референтните лихвени проценти, както и променящите се пазарни условия. Като се вземат предвид тези съображения, обект на разглеждане представлява и ликвидният риск при финансиране, който би могъл да възникне при обезпечаване на дълговото финансиране и се отнася до възможни затруднения, които емитентът може да изпита в ситуация за набиране на необходимите ресурси в кратки срокове, както и състоянието на ликвидността на пазарите на суверенен дълг.

На тази основа стратегическото управление на дълга цели да бъдат осигурени средства в обеми, необходими за рефинансиране на падежиращия се дълг, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв. За реализиране на поставените цели на управлението на дълга в средносрочен период е необходимо координирането им с общите фискални цели на правителството. Наличието на ликвиден буфер във фискалния резерв, в качеството му на инструмент за управление на ликвидността, намалява негативното влияние на риска.

Индикатор за оценка на риска е съотношението „дълг до 1 година (по остатъчен срок)/данъчно-осигурителни приходи“ и показва способността за посрещане на краткосрочните задължения, което от 6,0% през 2022 г. се предвижда да спадне до 4,1% в края 2025 г.

### 4.1.4 Риск, свързан с размера на дълга

В резултат от прогнозните оценки за необходимото дългово финансиране през периода 2023 - 2025 г., номиналният размер на дълга следва ясно изразена тенденция на увеличение спрямо отчетените нива в края на 2022 г.

Към края на 2022 г. на база на последните официално публикувани от Евростат годишни данни от априлските Нотификационни таблици за дефицита/излишъка и дълга на България, съотношението дълг/ БВП намалява с 1,0 пр. п. до 22,9% спрямо БВП (при 23,9% към 31.12.2021 г.). Въз основа на тези данни Република България се нарежда на второ място сред държавите-членки на ЕС по ниво на съотношението „дълг/БВП“ за 2022 г., като средните нива за страните в Еврозоната и на ниво ЕС представляват съответно 91,6% и 84,0%.

За текущата 2023 г. и следващия период 2024-2025 г. се прогнозира нарастване на дълга на сектор „Държавно управление“ в номинално изражение и като дял от БВП до 23,2% от БВП в края на 2023 г., 26,2% от БВП в края на 2024 г. и 29,1% от БВП в края на 2025 г.

За очаквания ръст на дълга на сектор „Държавно управление“ водещо въздействие оказва подсектор „Централно управление“ и в частност държавният дълг като негов основен компонент. Влиянието на другите два подсектора, формиращи дълга на сектор „Държавно управление“: подсектор „Местно управление“ и подсектор „Социалноосигурителни фондове“ е минимално. Тази тенденция се запазва и в средносрочна перспектива.

В доклада на ЕК за устойчивостта на държавния дълг на страните членки за 2022 г.<sup>5</sup>, публикуван през месец април 2023 г., се посочва, че краткосрочните рискове пред фискалната стабилност за държавите от ЕС, включително и за България, се считат за ниски, благодарение на подобрените публични финанси и непроменените макроикономически баланси. По отношение на рисковете пред средносрочната фискална устойчивост България също е класифицирана като една от осемте държави с нисък риск, като класификацията на страната ни се подобрява от среден до нисък риск спрямо тази от предходния доклад за 2021 г. на ЕК.

При класификация на дългосрочния риск България е в група от 12 страни, за които ЕК оценява наличието на средно ниво на риск пред фискалната устойчивост в дългосрочен план. С най-голяма тежест при оценката за България е компонентът на първоначалната неблагоприятна бюджетна позиция, което води до влошаване на общата класификация на риска от нисък до среден риск в дългосрочен план.

През 2023 г. се предвижда сходна тенденция на нарастване и по отношение на държавния дълг. Нивото на съотношението „държавен дълг/БВП“ в края на 2023 г. остава на приблизително същото ниво като 2022 г. – 22%, а в края на 2024 г. и 2025 г. достига до 25,1% и 28,3%.

#### **4.1.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции**

През 2023 г. със законопроекта за държавния бюджет, подготвен през м. юни т.г. се предвижда издаване на държавни гаранции в максимален размер

1 814 млн. лв., в т.ч. за подкрепа на проекти в енергийния сектор и на устойчиви инвестиции, енергийна ефективност и зеления преход на малки и средни предприятия и по линия на инструменти на ЕС. При допускания за

<sup>5</sup> European Commission (2022) – “Debt Sustainability Monitor” [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/efcd41eb-16dd-4fac-bb9e-d01456b1ef6a\\_en?filename=ip199\\_en\\_UPD.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/efcd41eb-16dd-4fac-bb9e-d01456b1ef6a_en?filename=ip199_en_UPD.pdf)

издаване на тези гаранции и усвояване на заемите в пълен размер през 2023 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от 3,3 млрд. лв. (1,8% от БВП), като в следващите години се прогнозира плавно да намалява в номинално изражение достигайки 3,0 млрд. лв. (1,5% от БВП) през 2024 г. и 2,7 млрд. лв. (1,3% от БВП) в края на 2025 г.

Относителният дял на държавните гаранции в общия размер на държавния дълг към края на 2022 г. възлиза на 4,7%, като в рамките на предстоящия тригодишен период се предвижда делът му да нарасне до 8,1% през 2023 г., а в края на 2024 г. и 2025 г. да намалява до 6,1% и 4,5%.

С оглед смекчаване на потенциални негативни ефекти, вследствие влиянието на този риск и съгласно изискванията на ЗПФ, ежегодно в ЗДБРБ се включват ограничения за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през съответната година. Запазва се установената практика за провизиране на средства за резерв за покриване на риска от активиране на държавни гаранции в държавния бюджет, в случай на реализиране на негативен сценарий и материализиране на условните задължения, респективно увеличение на публичните разходи.

#### **4.1.6 Оперативен риск**

Организацията на дейността по управление на държавния дълг е съсредоточена в рамките на едно структурно звено в Министерството на финансите и се основава на широко приложими принципи за прилагане на последователна и стандартизирана вътрешна система за мониторинг и контрол. Управлението на държавния дълг се осъществява чрез подробно разписани правила и процедури за дейността с ясно разпределени задължения на персонала. Оперативният контрол се извършва и посредством поддържане и усъвършенстване на функционалните възможности на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг, т.нар. официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг, която притежава различни функционални възможности, в т.ч. регистрация, анализ и мониторинг на държавния и държавногарантирания дълг, респективно софтуер, автоматизиращ процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверените задължения и осигуряващ качество и надеждност. Последователното и стриктно придържане в бъдеще към установените в тази област надеждни практики ще обезпечат възможността за минимизиране на оперативния риск. ■

## 5. ЦЕЛИ НА ПОЛИТИКАТА ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Основната цел на дълговото управление е осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв

### 5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг

#### ■ **Мярка: Провеждане на политика по ново заемане съгласно законоустановените ред и процедури**

Отчитайки променените макроикономически перспективи и високата степен на несигурност на геополитическата обстановка, променената среда на финансовите пазари, повишаването на основните лихви от водещите централни банки и продължаващото покачване на цената на дълговото финансиране и съпътстващите неговото осигуряване рискове, основните предизвикателства и усилията ще бъдат съсредоточени в посока обезпечаване на възможности за пазарноориентирано финансиране, както на местния, така и на международните капиталови пазари, при спазване на регламентираните годишни дългови ограничения. Поемането на нов държавен дълг ще се извършва при спазване на вече утвърдените практики и законоустановени процедури. Ежегодното определяне на ограничения за максималния размер на дълга, който може да бъде поет през годината, регламентираните чрез годишния закон за държавния бюджет, отразяват ангажиментите на емитента по отношение обема и възможните източници на новото дългово финансиране.

С оглед осигуряване на стабилност и предвидимост на разходите за обслужване на държавния дълг ще се запази тенденцията за поемане на дълг, деноминиран в лева и в евро и при фиксирани лихвени купони, без да се изключват другите възможни алтернативи.

В следващите години политиката при издаването на нови държавни гаранции и при финансирането на инвестиционни проекти с държавни заеми ще бъде стриктно регулирана и подчинена на нормативно определените критерии и обвързана с рисковете за държавния бюджет.

### **■ Мярка: Поддържане нивото на държавния и държавногарантирания дълг в стойности, непревишаващи законово планираните ограничения**

Очакваното макроикономическо развитие и допусканията за бюджетно салдо през 2023-2025 г. са определящ фактор за динамиката на държавния дълг през следващите години. Планираното на тази основа дългово финансиране ще доведе до номинално нарастване на дълга в средносрочен план. Това от своя страна налага усилията да бъдат насочени към непрекъснат текущ мониторинг на размера и профила на дълга с оглед превенция от влошаване на параметрите и устойчивостта му, обезпечаване на възможностите за неговото обслужване и рефинансиране, като същевременно се гарантира спазването на законово регламентираните дългови ограничения.

За постигането на тези цели ще допринесат определяните в годишните закони за държавния бюджет ограничения за максимални стойности на държавния дълг към края на годината, на новия държавен дълг, който може да бъде поет в рамките на годината и на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през бюджетната година. Придържането към подобен подход дава възможност за средносрочно прогнозиране или респективно контролиране размера и динамиката на държавния дълг, както и за дългосрочно изпълнение на Маастрихтския дългов критерий за конвергенция от 60% в контекста на плановете за предстояща интеграция на България към Еврозоната.

Съгласно определените в проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г., подготвен през м. юни дългови ограничения, максималният размер на държавния дълг към края на 2023 г. не може да надвишава 40,6 млрд. лв., а максималният размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет през 2023 г. е 7,5 млрд. лв. Максималният размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през годината, са ограничени в общ размер 1 814 млн. лв.

Влияние върху допусканията за промяна на тези показатели в следващите години ще оказват редица фактори, основни сред които са макроикономическото и фискално развитие, текущите нужди от ново дългово финансиране, структурата на дълга и пр.

## 5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на държавния бюджет

### ■ **Мярка: Провеждане на заемна политика чрез прилагане на аналитичен подход при избора на дългови инструменти**

В периода 2023 - 2025 г. заемната политика ще бъде насочена основно към обезпечаване на необходимите ресурси на пазарен принцип за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планирания дефицит по държавния бюджет и поддържане на ликвидната позиция на фискалния резерв. Пред реализирането му са налице редица рискове, породени от волатилността и фрагментацията на финансовите пазари, което се отразява на доходността на ДЦК в посока покачване цената на финансиране на държавния бюджет, респективно увеличаване разходите за обслужване на държавния дълг.

При спазване на предвидените в годишния закон за държавния бюджет дългови ограничения за поемане на нов държавен дълг се предвижда да бъдат използвани както емисии на ДЦК на местния пазар, така и облигации на МКП, които представляват обективен и международно търгуем еталон за оценка на страната.

С оглед ефективното текущо управление на бюджетните касови потоци и ликвидността на публичните финанси се запазва възможността за предлагане и на краткосрочни емисии на ДЦК, които се емитират и падежират в рамките на съответната бюджетна година и не натоварват плащанията по държавния дълг през следващите години.

Наблюдаваните външни фактори имат своето съществено отражение и върху местния дългов пазар, който е с по-ограничени възможности от гледна точка на мащаби, ликвидност и пазарни участници, което ограничава възможността на същия да абсорбира дългово финансиране в по-значителни мащаби.

### ■ **Мярка: Запазване на възможността за финансиране посредством Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN програма) с цел осигуряване на максимална гъвкавост при избора на структурата на финансирането по отношение на пазари, матуритети и валути**

Предприетите мерки от централните банки на водещите икономики за ускоряване на процеса за затягане на паричната политика и покачване на референтните лихвени проценти с оглед овладяване на високата инфлация,

които се очаква да продължат поне до третото тримесечие на 2023 г., спадът в икономическата активност и низходящите очаквания за нейното развитие, ще бъдат определящи фактори за продължаващото покачване на цената на дълговото финансиране на международните пазари и предизвикателствата пред неговото осигуряване.

Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП (GMTN програма) е създадена в началото на 2015 г. с ратифицираните от Народното събрание със закон (ДВ, бр. 16 от 2015 г.) договор за дилърство, договор за агентство и акт за поемане на задължения (обнародвани в ДВ, бр. 25 от 2015 г.). Тя представлява стандартизиран за международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова борса, с клиринг и сетълмент в Юроклийър и Клиърстрийм. Посредством основаната програма държавата има възможност за пласиране на облигации както на европейския, така и на американския пазар, използване на различни алтернативи при избора на инструменти, валути, срочности, публичен или частен пласмент и подходящ времеви период за излизане на външните пазари.

Максималният съвкупен номинален обем на облигациите, които могат да бъдат издадени в изпълнение на GMTN програмата (лимит на програмата), беше увеличен от 10 млрд. евро на 12 млрд. евро с извършената актуализация на ЗДБРБ за 2022 г.

До края на март 2023 г. по програмата са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 11,394 млрд. евро или остатъкът по програмата възлиза на 606 млн. евро. Предвид очакванията за завишено дългово финансиране през периода 2023 - 2025 г. и с оглед гъвкавост при избор на инструмент за финансиране се предоставя възможност в средносрочен аспект да се обезпечат достатъчно надеждни механизми чрез емисии на еврооблигации, в случай на затруднения при диверсификацията на източниците на дългово финансиране в съответствие с пазарната конюнктура, с проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г. се увеличава максималният съвкупен номинален обем на облигациите (от 12 млрд. евро на 14 млрд. евро), които могат да бъдат издадени в изпълнение на средносрочната програма. Конкретният лимит за издаване на облигации по средносрочната програма за всяка година ще бъде в рамките на дълговите ограничения, предвидени в съответния годишен Закон за държавния бюджет. Максималната срочност на книжата, които могат да бъдат поети по програмата, е 30 години, като за първи път през септември 2020 г. успешно беше реализирана емисия с такъв матуритет при изключително изгодни за емитента условия.

Конкретният матуритет и обем на всеки транш са съобразени с погасителния профил на държавния дълг и заявения инвеститорски интерес. Наличието на правна рамка за издаване на серия от траншове на МКП предоставя възможност за гъвкавост при избор на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика и по-ефективно управление на рисковия профил на държавния дълг.

### 5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК

#### ■ **Мярка: Предприемане на нормативни и инфраструктурни промени с оглед насърчаване на интеграцията на чуждестранните инвеститори към местния пазар на суверен дълг**

По отношение на развитието на пазара на ДЦК вече са предприети изпреварващи стъпки на национално ниво с оглед насърчаване на интеграцията на чуждестранните инвеститори към местния пазар на суверенен дълг. Предвижда се това да се постигне чрез нормативни и инфраструктурни промени, насочени към улесняване на достъпа на инвеститорите от ЕС до пазарната инфраструктура (преди и след сключване на сделката), обслужваща пазара на ДЦК в България.

#### ■ **Мярка: Предприемане на стъпки за обезпечаване на процеса по предоставяне на информация от страна на Комисията за финансов надзор към МФ с оглед прилагане на Регламент (ЕС) № 236/2012 на Европейския Парламент и на Съвета от 14 март 2012 година относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение**

Във връзка с предприетата и реализирана от МФ през 2021-2022 г. законодателна инициатива за обезпечаване на процеса по предоставяне на информация от страна на КФН към МФ, с оглед прилагане на Регламент (ЕС) № 236/2012 на Европейския Парламент и на Съвета от 14 март 2012 година относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение и във връзка с чл. 17а, ал. 1 от ЗДД, се предвижда обменът на информация да бъде технологично обезпечен. С въведените допълнения се урежда по-всеобхватно обезпечаване на правомощията на министъра на финансите по чл. 17а от ЗДД посредством предоставяне на информация за сключените сделки с ДЦК.

Реализираната нормативна промяна е предпоставка за постигане на по-систематично наблюдение на цените и участниците на пазара на държавни дългови инструменти, което от своя страна ще гарантира регламентираното функциониране на пазара на ДЦК и производни на тях практики и инструменти, респективно ще се осъществява по-ефективен мониторинг върху условията на вторичния пазар на ДЦК, което ще позволи предприемането на координирани и навременни действия при евентуално възникнали събития

или тенденции. Реализирана е и предвидената възможност в чл. 17а, ал. 3 от ЗДД министърът на финансите да сключва споразумения за сътрудничество с компетентни надзорни органи на Република България и другите държави членки, като в тази връзка предстои МФ да сключи споразумение с КФН.

Обменът на информация ще се извършва посредством реализирането на технологични функционалности между двете институции чрез изграждане на сигурни механизми. Информацията подавана от КФН ще постъпва и ще се обработва в „Система за мониторинг, анализ, регистрация и търговия на ДЦК“.

**■ Мярка: Предприемане на стъпки за разнообразяване на предлаганите дългови инструменти в унисон с водещи европейски и национални политики**

В унисон с европейските политики и новата стратегия за растеж, залегнали в Европейския зелен пакт и изготвените нови европейски регулации в тази връзка, се предвижда нормативното им обезпечаване и на национално ниво. Ще бъдат разгледани мерки за нормативно обезпечаване на възможността за диверсификация на предлаганите дългови инструменти в контекста на насърчаване на устойчивите инвестиции. Мерките са съобразени с европейските политики и естественото изместване на фокуса на инвеститорите от конвенционалните към използването на „зелени“ и устойчиви финансови инструменти.

**■ Мярка: Диверсификация на потенциалните инвеститори в държавен дълг на местния пазар**

Предвижда се предприемане на мерки за изготвяне на изследване и обстоен анализ на възможностите за диверсификация на потенциалните инвеститори в държавен дълг на местния пазар, включително включване на непрофесионални инвеститори, като се обследват профила и предпочитанията им, вариантите за провеждане на проактивна информационна политика за повишаване на финансовата им грамотност и се проучат възможностите за разработване на потенциални дистрибуционни канали, които да улеснят достъпа до подобна инвестиционна алтернатива, каквато са ДЦК.

**■ Мярка: Мониторинг на пазара на ДЦК**

Предвид динамиката на световните и европейски финансови пазари, МФ ще следи внимателно процесите на пазара на ДЦК на национално ниво, като при необходимост ще предприема съответните кореспондиращи нормативни промени.

Ще продължат усилията за отчитане на националните особености и постигане на положителни икономически ефекти при интеграцията на вътрешния пазар на суверенен дълг към единния европейски пазар.■

## АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

### ■ Използвани абрeвиатури

АСБП	Актуализирана средносрочна бюджетна прогноза
БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
ББР	Българска банка за развитие
БРСЕ	Банка за развитие към Съвета на Европа
ДГД	Държавногарантиран дълг
ДЗ	Държавни заеми
ДИЗ	Държавни инвестиционни заеми
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗПФ	Закон за публичните финанси
КФН	Комисия за финансов надзор
МКП	Международни капиталови пазари
МФ	Министерство на финансите
МФИ	Международни финансови институции
МБВР	Международна банка за възстановяване и развитие
ПД	Първични дилъри
СБП	Средносрочна бюджетна прогноза
ЯАМС	Японска агенция за международно сътрудничество (JICA)
GMTN програма	Глобална средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари

## ■ Речник

**Валутен риск** – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, амортизациите и разходите за обслужването му от обезценяване на стойността на националната валута. Промените в обменните курсове могат да окажат въздействие върху разходите за обслужване на дълга и оттам върху държавния бюджет. Дългът, деноминиран в чуждестранна валута, води до волатилност на разходите за обслужване на дълга, измервани в национална валута;

**Лихвен риск** – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, както и разходите на държавния дълг от по-високи лихвени проценти на пазара в момента, в който дългът с променлив лихвен процент и падежиращият се дълг с фиксиран лихвен процент, се преоценяват. Промените на пазарните цени, които влияят върху разходите за обслужване на дълга, могат да предизвикат отклонения от заложения в държавния бюджет размер на разходите за обслужване на държавния дълг;

**Пазарен риск** – Риск, свързан с неочаквани промени в нивата на пазарни променливи като валутни курсове, лихвени проценти, цени на стоки, които влияят на разходите за обслужване на дълга.

**Ликвиден риск** – Определя се от нуждата от ликвидни средства за покриване на краткосрочни задължения и отчита вероятността от възникването на ликвидни затруднения за държавния бюджет при покриване тези задължения. Представлява разновидност на риска за рефинансиране и е пряко свързан с пазарния риск;

**Риск за рефинансиране** – Свързан е основно с вероятността от неспособност за получаване на ново финансиране, когато дългът достигне матуритет (падежиращият се дълг да не може да се рефинансира), или от получаване на ново финансиране само на много висока цена. Измерва се от размера на дълга, който трябва да бъде рефинансиран през даден период (обикновено една година);

**Риск, свързан с размера на дълга** – Асоциира се с равнището на държавния дълг, което в определени случаи може да генерира значителни заплахи за финансовата стабилност на страната;

**Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции** – Държавните гаранции оказват съществено въздействие върху устойчивостта на държавния дълг. Свързан е с опасността от реализиране на гаранциите във времето, поради което е важно да бъде отчетен потенциалният риск от тяхното активиране;

**Оперативен риск** – Идентифицира се преди всичко с формата на организация на дейностите по управление и контрол на държавните задължения;

**Дълг до 1 година (по остатъчен срок)** – Частта от дълга, която ще се падежира в срок до 1 година;

**Среден период до матуритета (АТМ)** – Средният период до матуритета, който е средно претеглена сума на погашенията според времето до матуритета им. Той не взема предвид плащанията на лихви, така че не предоставя информация за цялостния риск от обслужването на дълга за държавния бюджет;

$$ATM = \sum_{t=0}^n \frac{t \cdot R_t}{Nom}$$

$R_t$ : Погашения в момент  $t$ ;  
 $t$ : Период до матуритета  
 $Nom$ : номинална стойност на неизплатения дълг  
 $n$ : Окончателен матуритет на дълга

**Съотношение между дълга с фиксиран лихвен процент и дълга с плаващ лихвен процент** – Показва експозицията на дълговия портфейл на лихвен риск;

**Среден период до следващо фиксиране на лихвения процент на дълговия портфейл (ATR)**

$$ATR = \sum_{t=0}^n \frac{t \cdot RF_t + t_0 \cdot RV}{Nom}$$

$RF_t$ : Погашения в момент  $t$ , който се определя на базата на планираната дата на плащане като отношение на дните от крайната дата на справка към дните на годината, в която попада плащането;

$RV$  : Дълг с плаващи лихвени проценти в момент  $t_0$ ;

$t$ : време до падежа: изчислява се на базата на действително планираната дата на плащане;

$t_0$  : време за промяна на лихвените проценти; за дълга с променлив лихвен процент е прието  $t_0=0.5$ ;

$Nom$ : номинална стойност на дълга (общ размер: дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с променлив лихвен процент);

$n$ : последен падеж на дълга; максимален срок, в който дългът за всички избрани кредитни инструменти се погасява напълно;

Измерването на риска не взема предвид паричните потоци на лихвените плащания;

**Продължителност (Duration)** – Използва се като единица мярка за средния период с фиксирана лихва, който показва колко бързо промените в лихвените проценти ще оказват влияние върху разходите по дълга. Кратък срок означава, че промените в лихвените проценти ще оказват влияние върху действителните разходи по дълга бързо, докато дълъг срок означава, че лихвеният процент няма да се променя дълъг период от време за голяма част от дълговия портфейл;

**Погасителен профил** – Погасителният профил на дълга представлява поредица от амортизационни плащания, които възникват в резултат на неизплатения дълг;

**Съотношение на дълга в чуждестранна валута към общия дълг** – Показател, допринасящ за определяне на валутния и ликвидния риск.